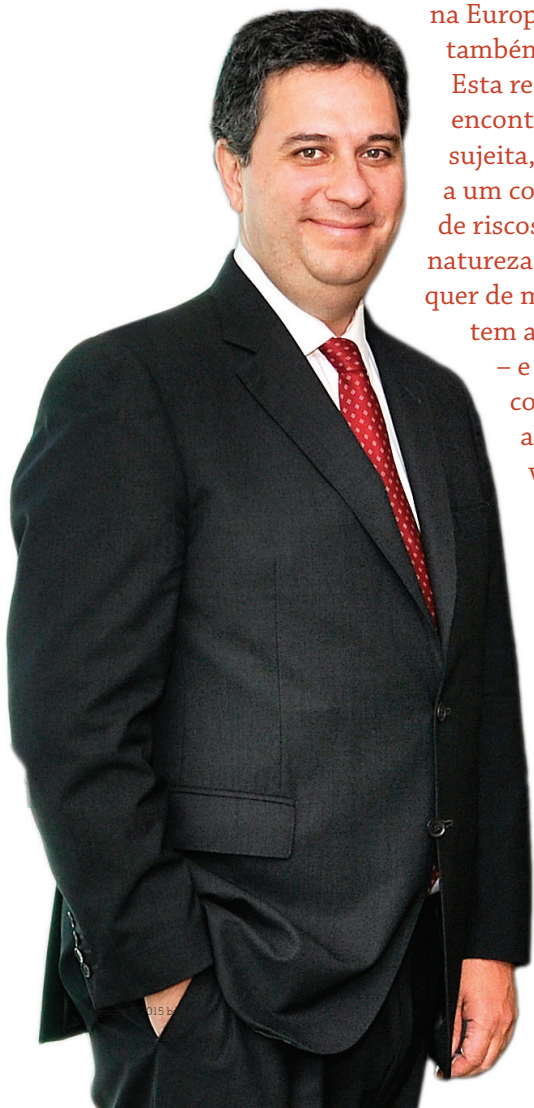


Outlook Global

Uma recuperação vulnerável a riscos políticos e de mercado

Um balanço da evolução – e das perspectivas – da economia global em 2015 revela um crescimento económico ainda relativamente baixo na primeira metade do ano, em resultado de um desempenho menos favorável nos EUA e em algumas economias emergentes (e.g., China). A inflação mantém-se também contida, permitindo o prolongamento de políticas monetárias fortemente expansionistas. No entanto, no final do 1.º semestre, a conjuntura económica mantém-se marcada por um quadro global de recuperação moderada,

visível sobretudo na Europa mas, também, nos EUA. Esta recuperação encontra-se sujeita, contudo, a um conjunto de riscos, quer de natureza política, quer de mercado, que tem alimentado – e deverá continuar a alimentar – a volatilidade nos mercados financeiros.



Nos EUA, a reversão de factores temporários que penalizaram a actividade no início do ano (e.g., clima adverso, perturbações laborais na actividade portuária da costa oeste) deverá suportar uma melhoria do consumo e do investimento nos próximos trimestres. O mercado da habitação volta, também, a revelar sinais positivos. Ao mesmo tempo, continua a ser visível uma melhoria no mercado de trabalho, com uma criação de emprego progressivamente mais forte e com a taxa de desemprego a aproximar-se gradualmente do seu nível de longo prazo (consistente com a estabilidade dos preços). Espera-se, ao longo dos próximos meses, um registo gradualmente mais forte do crescimento dos salários, que suporte a inflação a nível *core* (i.e., excluindo as componentes mais voláteis da energia e da alimentação) e que dê ao Fed a confiança de que o crescimento dos preços irá convergir para as metas estabelecidas. Assim, e tendo em conta os riscos de prolongamento de uma política monetária extraordinariamente expansionista (referidos recentemente por Janet Yellen, a Chair da Reserva Federal), mantém-se válida a expectativa de um início de subida dos juros de referência entre Setembro e Dezembro deste ano.

Na China, o crescimento homólogo do PIB recuou, no 1.º trimestre de 2015, de 7,3% para 7%, o registo mais baixo em 6 anos. Esta tendência deverá manter-se, com a economia a lidar com os efeitos de um longo período de sobre-investimento e criação de excesso de capacidade (e, logo, riscos deflacionistas), em certos casos envolvendo activos pouco produtivos e financiamentos associados ao *shadow banking*. A transição para um novo padrão de crescimento traduz-se num arrefecimento da actividade. Dificuldades no acesso à liquidez e problemas de sobreendividamento levaram as autoridades a anunciarem algumas medidas expansionistas de política, que poderão ser acentuadas nos próximos meses. O impacto destas medidas é já visível numa aparente estabilização do crescimento. Mas, mesmo através de um *soft landing*, o crescimento da economia chinesa deverá continuar a recuar (para níveis inferiores a 7%), penalizando, no caminho, a procura dirigida a alguns

Carlos Almeida Andrade
Chief Economist do Novo Banco

mercados emergentes (que poderão também mostrar-se vulneráveis a uma eventual subida dos juros nos EUA).

Já a zona euro registou um início de 2015 positivo, com uma recuperação cíclica sustentada pela queda do preço do petróleo (beneficiando o rendimento real e o poder de compra das famílias), pelos efeitos desfasados da depreciação do euro (beneficiando as exportações), por uma política monetária fortemente expansionista (melhorando as condições de financiamento das empresas, famílias e Estados) e por uma política orçamental mais neutra (sustentando a procura interna). Embora ainda seja cedo para um balanço completo, a política de *quantitative easing* do BCE tem-se mostrado eficaz, no sentido em que parece ter afastado os riscos de deflação, mitigando, ao mesmo tempo, o risco de contágio dos problemas da Grécia a outras economias da periferia. O BCE continua, assim, a fazer “tudo o que é necessário” para garantir a estabilidade financeira da zona euro. Ainda em relação ao *quantitative easing*, é importante referir o facto de ele estar a contribuir também, gradualmente, para uma maior disponibilidade de financiamento da actividade económica por parte do sector financeiro (ao mesmo tempo que se observa também uma recuperação da procura de crédito).

Neste quadro de recuperação (desigual, mas sustentada) da actividade económica global, surgem, sobretudo, dois tipos de riscos. Por um lado, riscos de natureza política. Estes aparecem, antes de mais, ligados à frágil situação financeira da Grécia e às dificuldades de obtenção de um acordo entre esta economia e os seus credores oficiais, no que respeita às condições de libertação de financiamentos necessários (já que o acesso ao mercado permanece fechado). Com a actividade económica em contracção, com uma deterioração das contas públicas e com um movimento consistente de fuga de depósitos, aumentam os riscos de *default* e de uma instabilidade económica e financeira severa nesta economia. Mesmo que um acordo provisório, ou de curto prazo, seja alcançado, persistirão dificuldades fundamentais (ligadas ao elevado nível de dívida pública e à dificuldade de execução de reformas estruturais) que deverão prolongar os riscos de um cenário mais extremo. No limite, um cenário de saída da zona euro (não sendo um cenário central) não deve ser excluído. A melhoria entretanto observada nas outras economias da periferia, os novos instrumentos de estabilização financeira disponíveis na zona euro (e.g., o ESM) e, sobretudo, a acção estabilizadora do BCE, mitigam fortemente os riscos de contágio de um cenário mais extremo na Grécia. Em todo o caso, esse seria sempre um cenário negativo, uma vez que os investidores deixariam

de ver a zona euro como uma verdadeira união monetária, passando a incorporar um risco de redenominação na sua avaliação das economias mais vulneráveis da região. Qualquer crise conjuntural futura tenderia a traduzir-se num forte aumento do prémio de risco nas economias mais vulneráveis (em particular nas economias da periferia). Neste sentido, um outro risco político prende-se com as eleições legislativas de Espanha e Portugal, no último trimestre de 2015. A ausência de uma maioria estável a suportar um Governo e/ou resultados mais expressivos de forças políticas extremistas (sobretudo em Espanha) tenderiam a ser mal recebidos pelos mercados. Outros riscos políticos incluem as tensões entre a UE/EUA e a Rússia e a potencial instabilidade no Médio Oriente associada ao Estado Islâmico.

Um outro conjunto de riscos – de mercado – está associado, sobretudo, a um ajustamento das expectativas dos investidores no que respeita ao crescimento, à inflação e aos juros. Um período prolongado de estímulos monetários significativos parece ter afastado os piores receios em relação à possibilidade de um quadro deflacionista – em particular nos EUA e na zona euro. Neste contexto, tem-se assistido a movimentos de subida das *yields* dos títulos de dívida pública nos EUA e, sobretudo, na zona euro. Neste caso, em particular nos *bunds* alemães, alguns destes movimentos têm sido demasiado bruscos e acentuados também em função de alguns aspectos técnicos. Estes incluem, por exemplo, (i)

“[...] a conjuntura económica mantém-se marcada por um quadro global de recuperação moderada, visível sobretudo na Europa mas, também, nos EUA.”

a reversão abrupta de “investimentos unidireccionais” em títulos de maturidades longas (i.e., a reversão de um *overcrowded trade*, quando a generalidade dos investidores apostava numa descida contínua das *yields*); (ii) pressões do lado da oferta, tendo em conta o volume significativo recente de emissões por parte de vários Governos; (iii) uma menor procura de *bunds* com maturidades longas, e o consequente *steepening* da curva de rendimentos, com o fim da inelegibilidade dos *bunds* com maturidades curtas para o programa de compra de activos do BCE, a partir do momento em que as respectivas *yields* deixaram de ser negativas; (iv) um aumento da volatilidade, alimentando nova volatilidade e um aumento da pressão vendedora; e (v) uma redução da liquidez no mercado. Subidas adicionais das *yields* na zona euro e nos EUA, neste caso com a previsível aproximação de um novo ciclo de subida dos juros de referência, poderão gerar alguma instabilidade nos mercados financeiros, penalizando, em particular, economias emergentes com maiores desequilíbrios macroeconómicos (e.g., inflação mais elevada, défices externos, etc.). Todo este conjunto de riscos deverá alimentar a volatilidade nos mercados ao longo dos próximos meses. ■

Redigido segundo a antiga ortografia.